

基于公司治理视角的国有上市公司自媒体信息披露

——以中石化微信公众号为例

黄宏斌^{1,2}(副教授), 郝程伟³

【摘要】以中国石油化工集团公司(中石化)微信公众号推送的信息为基础,运用事件研究法分析国有上市公司自媒体信息披露对其股价的影响及其带来的市场反应。研究表明,即便是发展具有稳定性的大型国有企业,自媒体的信息披露也会对其股价产生影响;同时,所披露信息的种类不同,也会对股价产生不同的影响,“业绩成果类”“声誉类”“政府及行业相关类”“公司治理类”信息会带动股价上扬并为投资者带来正向的超额收益和累计超额收益,“其他类”信息不会为投资者提供增量信息,不能降低信息的不对称性,也无法带来超额收益。投资者的决策行为不仅受到微信公众号推送的公司特质性信息的影响,还会受到宏观信息的影响。因此,上市公司要想完善公司治理机制,应尽快完善自媒体信息披露机制,借助自媒体实时发布企业特质性信息,并尽可能涵盖行业信息以及宏观信息,减少无用信息的推送,积极引导投资者决策行为,掌握公司治理的主动权,增强企业发展的稳定性。

【关键词】微信公众号; 信息披露; 中石化; 公司治理; 股票价格

【中图分类号】 F275

【文献标识码】 A

【文章编号】 1004-0994(2018)19-0085-7

一、引言

微信公众号以简单平等、高效快捷的自媒体特性改变了信息的传播方式,拓宽了企业信息披露的渠道,大幅降低了资本市场投资者的信息获取成本,因此,微信公众号的运营引发了广泛关注。如果上市公司能够有效利用微信公众号的自媒体优势为投资者提供特质性信息,促进消费者对本企业的了解,树立企业形象,即可说服潜在的投资者成为真正的投资者。反之,如果微信公众号运作出现问题,危机公关不当、负面舆情处理不及时,就会扩大负面信息的

影响面,导致企业形象受损,降低投资者及消费者的好感,投资者甚至会放弃并抛售该企业的股票。

微信公众号的传播、传播力以及持续关注度是现有学者主要的研究内容,比如吴中堂、刘建徽和唐振华^[1]认为,企业可以利用否定词、程度副词及疑问、感叹等句式吸引“粉丝”点击浏览。Blankspoor et al.^[2]研究发现,上市公司通过微博等自媒体披露有关企业财务状况和盈利能力的信息是对企业正式公告以及媒体报道的有益补充,其对投资者极具价值,投资者可以通过这些信息了解目标企业的经营情况。那么,微信公众号信息披露是否可为投资者提

【基金项目】国家自然科学基金面上项目“上市公司自媒体信息披露及互动的影响因素及经济后果:基于微博、微信的研究”(项目编号:71872121);国家自然科学基金青年项目“投资者情绪、信贷融资与资源配置效率”(项目编号:71402115);中国博士后科学基金特别资助项目“媒体情绪对投资者情绪的影响研究:成因及机理”(项目编号:2017T100156);中国博士后科学基金面上项目“投资者情绪、企业生命周期与融资约束”(项目编号:2015M570227);教育部人文社科重点研究基地重大项目(项目编号:15JJD6300001);天津财经大学优秀青年学者资助计划(项目编号:YQ1507)

供更多的价值增量信息,上市公司通过微信公众号持续推送信息后会带来怎样的经济后果?特别是,国有企业相当于享受着政府给予的隐形担保,在这样的制度背景下,国有企业自媒体披露的信息是否会影响投资者的投资决策?本文从大型国企中石化入手,分析其微信公众号信息披露的内容对股价产生的影响及其带来的资本市场反应,为上市公司如何利用自媒体信息披露优化自身形象、完善公司治理机制及对投资者进行合理的引导提供参考与借鉴。

二、文献与理论综述

(一)有效市场假说

Fama^[3]提出 Efficient Market 有效市场的定义:有效市场是一个拥有许多理性的、追求利益最大化的投资者的市场,任何一个人都会尝试预测单个股票的未来市场价格。随后,Fama^[4]在此基础上进行了完善,正式提出有效市场假说:在有效市场中,所有能获得的信息都可以在股价上得到反映。陈奇斌^[5]认为,有效市场理论尝试说明市场对任何一种资产的定价都反映出该资产的真实价值。

(二)信息信号理论

每个市场参与者所掌握的信息都是不全面、不对称的,同时,人的理性是有限的,人们无法利用已有信息预测一切。信息信号理论就是在这种情况下出现的,最权威的著作即 Spence^[6]关于劳动力市场信号显示的理论,这个理论放到资本市场同样适用。处于信息优势方的企业,必须利用恰当的方式向信息劣势方即投资者传递企业价值的相关信息,促使其掌握有关企业价值的真实信息,以此来帮助其做出正确的投资决策。

Ross^[7]解释了管理层的信息披露行为,管理者为了提高自身报酬,会因利好消息能提高企业市场价值这一特点而主动披露企业的好消息。拥有利好消息的公司可以通过聘请外部注册会计师为自己的利好消息进行鉴证,为自己提供担保,将自身与差企业区分开来。但是,具有坏信息的企业因无力承担市场信号显示的高额成本而没有办法提供担保。由此一来,因缺乏担保,坏消息也会传递到市场。因此,无论是拥有利好消息的企业还是拥有坏消息的企业,都愿意进行信息披露,以便和更差的企业区分开来。

(三)自媒体信息披露

Jensen^[8]认为,正是由于信息不对称的存在,媒体才参与到信息披露中来。薛有志等^[9]从信息中介

路径的视角,提出媒体通过信息传播、信息重复来降低信息不对称的观点。Mizrach et al.^[10]和林振兴^[11]都认为,投资者可以讨论、交流社交媒体提供的与证券市场有关的资讯信息,在自媒体平台发表自己的看法。Hong et al.^[12]指出,社交媒体在信息的分享、传播上有着传统媒体不可媲美的巨大优势,社交平台的信息披露为投资者决策的信息获取提供了巨大便利。相德宝^[13]认为,有别于传统媒体,自媒体的核心是让所有普通大众都参与到新闻信息的搜集、报道中,上市公司也不再与媒体“合谋”或者收买媒体为其进行“正面报道”,转而通过自媒体进行利好消息的披露。

当前对于上市公司自媒体信息披露的研究大多是围绕微博信息披露展开,微博已经成为上市公司进行信息披露不可缺少的渠道之一。胡军、王甄^[14]认为,市场上大量新增的、非财务的特质性信息是由微博这一新型的自媒体信息披露渠道提供的,企业的股价一旦因为这些信息的出现而波动,就说明企业的股价包含大量的特质性信息。Porter et al.^[15]认为,上市公司官方微博的开通有利于扩大其信息披露的广度,延伸公司特质性信息的扩散范围,促使市场参与者能够容易获得企业的特质性信息并进行投资决策。

三、案例分析

(一)中石化的基本情况

中国石油化工集团公司是国家在原中国石油化工总公司基础上重组成立的特大型石油石化企业集团,是国家独资设立的国有公司和国家控股公司。

(二)中石化微信公众号推送内容的描述性统计

中石化微信公众号名称为“中国石化”,微信号是“woshi-xiaoshitou”,账号主体为中国石油化工集团公司,每年腾讯及第三方审核机构都会对其资料进行审核。本文统计了其开设到2018年7月31日推送的所有信息,通过人工阅读并采用手工收集的方式,将推送内容分为11类,具体如表1所示。根据表1的分类标准对中石化微信公众号信息进行分类,得到图1。

在2015年11月3日~2018年7月31日这一时段,中石化发布的信息一共为1407条,从图1可以看到,“其他类”信息在中石化微信公众号披露的信息中所占比重最高,达到54.3%,这说明中石化注重与其“粉丝”在微信公众号的沟通交流,如向其受众传

表 1 中石化微信公众号信息分类明细

信息类别	具体内容示例
业绩成果类	企业的业绩信息,取得的成绩、成果
营销类	参与活动赠送加油卡、礼品、加油站日常运营的相关信息
企业文化类	传递石油精神
社会责任类	抢险救灾、扶贫扶困、助三农、免费为摩托车返乡大军提供物资、环保
政府及行业相关类	相关政策、行业信息等
声誉类	表彰员工
融资类	挂牌上市等
投资及合作类	投资新项目、与其他企业达成战略合作、投资项目取得的成果等
科技研发类	石油开发在技术上取得的突破
公司治理类	国企改革,澄清虚假新闻,企业领导人职位变动,召开工作会议、制定工作计划,招聘员工等
其他类	中石化发展历史、节日祝福、加油小常识以及噪音类

递石油知识。中石化微信公众号推送的信息中“声誉类”信息占6.47%,此类信息展现了中石化良好的经营状况,中石化在行业排名中能够排在首位,证明其经营状况良好,并且发展稳定。“政府及行业相关类”信息所占比重为6.04%,因石油行业的特殊性,石油的价格会受到国际石油行业的影响,并且中石化是大型央企,中石化在其公众号中也会推送一些政府相关政策信息,如十九大相关信息、“一带一路”倡议等。“社会责任类”信息占比为6.40%,说明中石化热衷于披露有助于提升企业形象的信息,也说明其承担着相应的社会责任,努力塑造一个负责任央企的优秀形象,这些信息同样会增强投资者对其发展的信心。“公司治理类”信息占比为6.04%，“投资及合作类”信息占比为4.98%,说明中石化披露的公司治理类、投资及合作类信息的比重相对较高,这两类信息的披露有助于投资

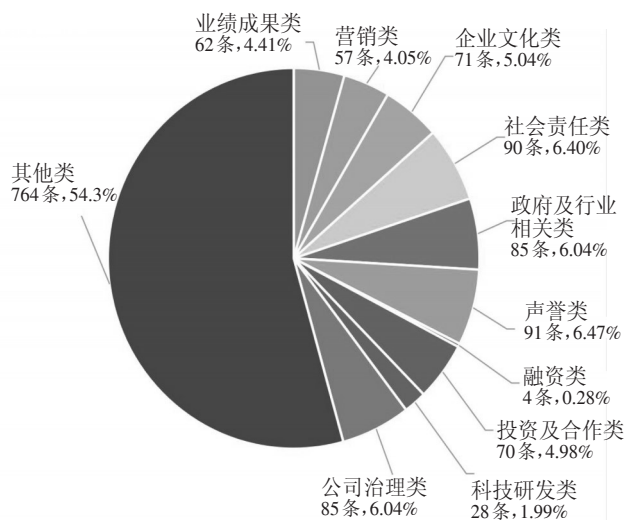
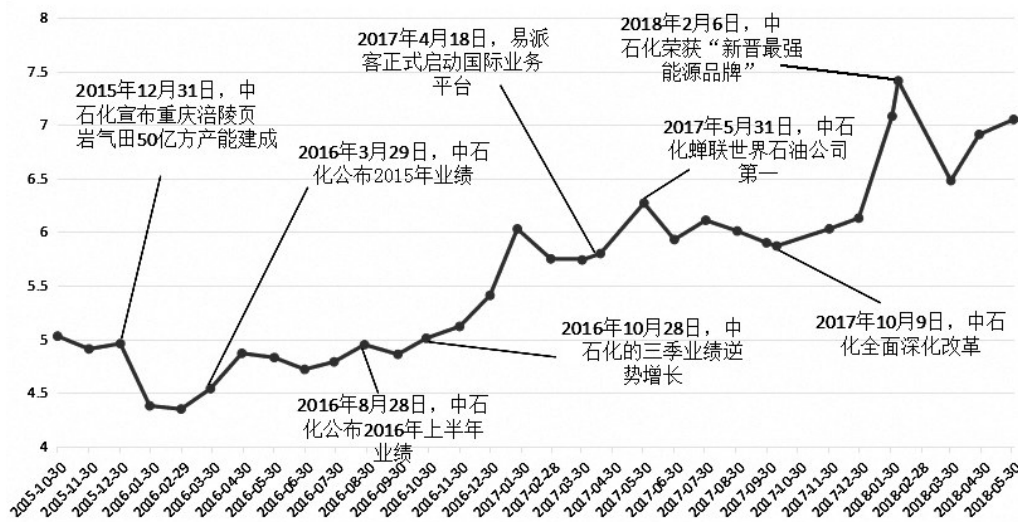


图 1 中石化微信公众号推送信息分类

者掌握中石化的经营情况,进而做出投资决策。但是,中石化披露的“业绩成果类”信息仅占4.41%，“融资类”信息更是少之又少,仅占0.28%。

“其他类”信息对投资者来说可能是无用信息,不能为投资者提供增量信息,甚至会干扰投资者对有效信息的捕捉。而“业绩成果类”“融资类”“声誉类”“投资及合作类”等真正能够影响投资者决策的信息披露却很少。微信公众号作为一种新型自媒体,在上市公司的信息披露上发挥着重要作用,上市公司应对其加以利用,从而有利于其公司治理机制的发挥。

本文整理了中石化2015年11月~2018年5月的月度股价变动,并将微信公众号推送的重大事件与之相结合,详见图2。

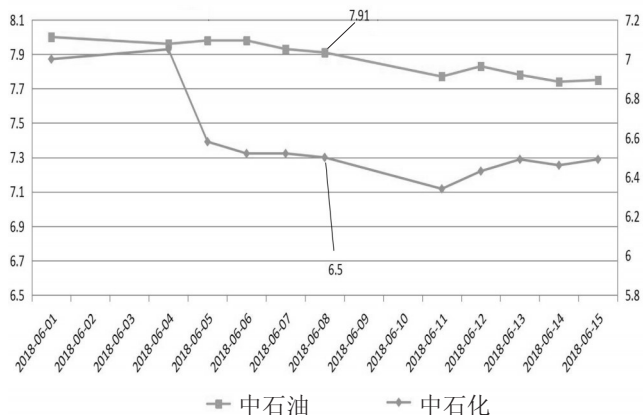


注:数据来源于RESSET金融研究数据库,经作者整理,下同。

图 2 中石化2015年11月~2018年5月的股价变动及走势

从整体上看,中石化股价的波动幅度较大,中石化微信公众号推送的重大消息一般都处于股价上升的起点或是股价的峰值,这也间接说明自媒体披露的利好消息会引起证券市场反应,并且利好消息带来的也是积极的股价变动。值得关注的是,中石化股价在2018年2月6日出现最高峰,根据新华社石油价格系统显示,2018年1月月末我国原油库存环比增长了1.31%(新闻<http://news.21cn.com/caiji/roll1/a/2018/0307/12/32869313.shtml>),而中石化并没有在其微信公众号推送这一消息,这就意味着投资者的决策还会受到除自媒体披露的信息以外的宏观信息的影响。

为使这一结论更具说服力,本文选择了“2018年6月8日国内油价受国际油价第三降的影响而下降”这一事件发生前后中石化5个交易日的股价,并选择国有上市公司中石油的股价进行对比,整理成图3。不同的是,中石化在其微信公众号对这一事件进行了披露,而中石油并没有推送这条行业信息。



注:中石化股价对应右纵轴,中石油股价对应左纵轴,图4同。

图3 “国内油价随国际油价第三降”事件后
中石化、中石油的股价变动及走势

根据图3,2018年6月8日,前述事件披露后中石化和中石油的股价变动趋势大体是一致的,都处于下降趋势。也就是说,即便中石油没有在其微信公众号披露这一行业信息,投资者也会通过其他渠道了解宏观信息从而进行决策,这就强化了前有结论,投资者的决策不仅受到自媒体信息披露的影响,也会受到宏观信息的影响。

(三)事件研究法下的市场绩效分析

事件研究法也称为超额收益率法,本文将中石化首次发布重要事件的日期看作 $t=0$,计算分析该日前后的相同时间段内超额收益(AR)、累计超额收

益(CAR)的增减变化。

1. 窗口期的选择。本文将事件日前后的5个交易日作为窗口期,即 $t=(-5,5)$ 的时间段,利用事件研究法对中石化(股票代码:600028)的相关数据进行计算和分析。本文分别从中石化微信公众号的各类推送内容中各选取20个重大事件,选择带有“重磅”“重大”等关键字眼的推送内容。这些重要信息的发布是否会得到市场的认可,对中石化的股价是否会产生影响,又会有怎样的影响呢?

2. 超额收益和累计超额收益结果分析。首先根据AR、CAR的计算方法,分别得出中石化20件重大事件的AR和CAR值,然后从20个重大事件中选取具有代表性的信息类型并对其结果进行分析。

表2 “中石化获‘新晋最强能源品牌’称号”
前后绩效变化(%)

事件概述	窗口期	AR _{i,t}	CAR _{i,t}
2018年2月6日,中石化获“新晋最强能源品牌”称号	-5	0.15%	0.15%
	-4	1.44%	1.59%
	-3	4.37%	5.96%
	-2	8.55%	14.51%
	-1	4.43%	18.94%
	0	0.36%	19.30%
	1	-0.27%	19.03%
	2	-2.77%	16.26%
	3	-1.82%	14.44%
	4	1.99%	16.43%
	5	3.87%	20.30%

表2中事件“中石化获‘新晋最强能源品牌’称号”属于非常典型的“声誉类”信息,该信息公布后,市场并没有对这一信息迅速做出反应,甚至在 $t=(1,3)$ 的时间段内,AR为负值,并且在整个事件的窗口期AR呈不断下降趋势,但是在事件日后的第四日、第五日,AR下降的趋势出现了转机,第四日的AR为正值,比第三日AR增长了将近4%。投资者在“观望”之后对于中石化的正面“声誉类”信息还是持支持态度的。而表2中的累计超额收益(CAR)也证实了这一点,事件日后的5日内CAR的数值一直在增大,最高已经达到了20.30%。

从表3事件“中石化公布2015年业绩”的绩效中可以看出,在 $t=(-5,0)$ 的时间段内AR是不断波动的,而CAR是波动上升的,但是在该事件发布后,即 $t=(1,4)$ 的时间段内,超额收益(AR)在“业绩信息”发布的第二天就达到了最高值5.44%,累计超额收

益 CAR 在 $t=(1,5)$ 的时间段内是不断增长的,最高值达到了 18.07%,显然市场对“业绩成果类”信息迅速做出了反应。这说明证券市场的参与者比较关注“业绩成果类”信息,这类信息的发布使投资者更加直观地看到中石化良好的经营状况,从而对企业发展充满了信心。

表 3 “中石化公布 2015 年业绩”前后绩效变化(%)

事件概述	窗口期	AR _{i,t}	CAR _{i,t}
2016 年 3 月 29 日,中石化公布 2015 年业绩	-5	0.61%	-1.25%
	-4	1.25%	0.00%
	-3	-1.33%	-1.33%
	-2	1.25%	-0.08%
	-1	1.25%	1.17%
	0	1.25%	2.42%
	1	5.44%	7.86%
	2	1.88%	9.74%
	3	4.19%	13.93%
	4	0.84%	14.77%
5	3.30%	18.07%	

表 4 “中石化全面深化改革”前后绩效变化(%)

事件概述	窗口期	AR _{i,t}	CAR _{i,t}
2017 年 10 月 9 日,中石化全面深化改革	-5	1.36%	1.36%
	-4	1.02%	2.38%
	-3	-0.16%	2.22%
	-2	0.17%	2.39%
	-1	0.51%	2.90%
	0	0.00%	2.90%
	1	0.17%	3.07%
	2	0.68%	3.75%
	3	-0.17%	3.58%
	4	0.34%	3.92%
5	0.51%	4.43%	

从表 4 事件中“中石化全面深化改革”可以看出,该事件前,即 $t=(-5,-1)$ 的时间段内,中石化的 AR 是波动下降的,而在中石化披露这一信息后,AR 迅速上升,并在事件日后的第二日达到 0.68%,在窗口期内,AR 有小幅波动,但总体上是呈上升的趋势。从 CAR 也可以看出,在事件公布后的时间段内 CAR 处于一个上升的趋势,从 2.9% 上升到 4.43%。AR 和 CAR 的变动趋势说明,上市公司披露的改革类信息可以引发投资者关注,让投资者看到公司治理的积极信号,并迅速引起市场反应。

表 5 中事件“易派客正式启动国际业务平台”这

一“政府及行业相关类信息”的发布引起了中石化 AR 与 CAR 的稳步增长,这说明中石化顺应了“互联网+国际贸易”的发展潮流,响应了政府“一带一路”倡议。中石化作为国有上市公司,其发展具有一定的稳定性,其响应国家政策的相关活动会大幅提高投资者对其发展的信心。

“易派客正式启动国际业务平台”

表 5 前后绩效变化(%)

事件概述	窗口期	AR _{i,t}	CAR _{i,t}
2017 年 4 月 18 日,易派客正式启动国际业务平台	-5	0.65%	-0.82%
	-4	0.65%	-0.17%
	-3	0.15%	-0.02%
	-2	0.65%	0.63%
	-1	0.31%	0.94%
	0	-0.03%	0.91%
	1	0.13%	1.04%
	2	0.65%	1.69%
	3	1.69%	3.38%
	4	1.51%	4.89%
5	0.65%	-0.82%	

“中石化发布 2016 年第一季度业绩报告”

表 6 前后绩效变化(%)

事件概述	窗口期	AR _{i,t}	CAR _{i,t}
2016 年 4 月 28 日,中石化发布 2016 年第一季度业绩报告	-5	2.32%	-0.24%
	-4	0.24%	0.00%
	-3	-0.17%	-0.17%
	-2	0.65%	0.48%
	-1	0.65%	1.13%
	0	0.44%	1.57%
	1	-0.98%	0.59%
	2	-0.17%	0.42%
	3	-0.38%	0.04%
	4	-0.17%	-0.13%
5	-1.43%	-1.56%	

表 6 中,事件日公布的业绩信息是积极的正面信息,展现了中石化良好的盈利能力和财务状况,但与积极的业绩信息相对应的却是 AR 和 CAR 的不良表现,该事件之后的 5 日内,AR 和 CAR 均为负值,甚至有不断下降的趋势。针对这一情况,本文整理出了事件日前后 7 个交易日的股价波动走势,并以相同交易日中石油的股价作为对比,如图 4 所示。

根据图 4,在事件日当天股价达到了前后 7 个交易日的峰值。在事件日后的 7 个交易日,中石化的股

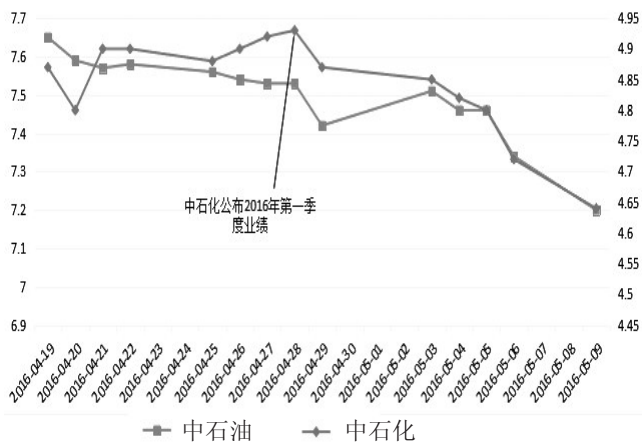


图4 中石油和中石化股价波动走势

价一直呈下跌趋势,对比中石油的股价变动,其股价亦处于下跌趋势。也就是说,中石化事件日后的股价变动以及AR、CAR的变动仅有一部分是由公布业绩信息这一事件造成的,更多的还是由国际石油行业大趋势造成的。这也在一定程度上表明,自媒体披露的信息不能成为投资者进行决策的决定性因素,但却是投资者决策的辅助性因素。

由以上分析可见,在 $t=(1,5)$ 的时间段内,中石化的AR和CAR都会产生变化,即中石化微信公众号推送的重大事件的相关信息确实会对投资者的决策造成一定的影响。特别是“业绩成果类”“声誉类”“政府及行业相关类”“公司治理类”信息,这几类信息直接关系到上市公司的经营发展状况,投资者更为关注,这类积极信息的发布一般会使企业的AR和CAR发生正向的变动。同时也可以看到,“业绩成果类”“声誉类”“政府及行业相关类”“公司治理类”信息对AR、CAR的影响要大于“其他类”信息。虽然微信公众号的相关信息披露会对投资者的行为造成一定的影响,但不能完全成为其投资行为的决定性因素,投资者不会因为捕捉到微信公众号的某一信息就去直接购买或抛出股票,还是会综合其他的信息并考虑其他的因素。

四、结论及建议

(一) 结论

微信公众号作为自媒体提供了全新的信息披露平台,也为上市公司自主决定披露信息的内容和方式提供了渠道。本文利用事件研究法对大型国有企业中石化的微信公众号信息披露进行了研究分析,得出以下几点结论:

1. 中石化微信公众号发布重大事件会带来超

额收益。通过用事件研究法对中石化微信公众号推送的重大事件前后AR、CAR的计算与分析,明显可见中石化重大事件的公布或多或少带来了正向或负向的超额收益。也就是说,即便是大型国有企业,投资者也会关注其微信公众号中发布的信息,其股价波动也会受到自媒体所披露相关信息的影响。从整体来看,中石化股票价格都是在事件日后的3日左右出现变动,之后投资者趋于理性,会出现小幅度的回落或增长。

2. 自媒体披露的信息类型不同,则其带来的绩效结果也不同。从前面AR、CAR的分析结果可以看出,上市公司公布的“公司治理类”“业绩成果类”“声誉类”“政府及行业相关类”信息会带来较大幅度的正向超额收益变动,也就是说这几类硬信息(其特点是标准化、可量化和易存储,如财务报表、业绩信息等)对投资者的决策影响相对较大,投资者通过微信公众号获取信息时,会格外关注这几类信息。相比较之下,“其他类”信息包含了大量的无用信息,无法带来正向的超额收益。对于信息获取者来说可看可不看,对其投资决策的影响也非常小,甚至没有影响。

3. 上市公司股价变动依赖宏观信息、行业信息以及特质性信息。在前文的分析中,中石化微信公众号披露正面信息时,如披露利好的业绩信息,公司这一特质性信息并没有带来正向超额收益,这说明上市公司披露信息后AR、CAR的变化除了会受到特质性信息的影响,也会受到其他因素的影响。通过对比与中石化同为国有上市公司的中石油的股价可以看出,上市公司的股价变动明显受到宏观信息和行业信息的影响。因此,投资者在关注上市公司通过自媒体主动披露的特质性信息以外,还会通过其他渠道获取宏观信息和行业信息,在综合三类信息的基础上做出投资决策。

因此,国有上市公司若想完善公司治理机制,可从完善信息披露机制入手,充分发挥自媒体在信息披露上的积极作用,并对披露的信息加以规范,优化信息披露路径,提高企业信息透明度,积极引导投资者的决策行为,减少股价异常波动,稳定企业的发展。

(二) 政策建议

本文根据研究分析的结论从公司治理角度提出三点建议,具体如下:

1. 完善信息披露机制。本文研究发现,微信公众号积极的信息披露会带动股价上扬,带来正向超额收益。当前信息披露方式单一,上市公司应该正确

认识微信公众号在信息披露中的作用,加快自媒体信息披露机制的建立与完善,丰富信息披露渠道,增加投资者的增量信息,降低其信息的获得成本,通过自媒体披露的信息积极引导投资者的决策行为向有利于公司治理的方向发展。

2. 规范微信公众号披露的信息内容。本文发现,国有上市公司通过微信公众号披露的“其他类”信息不会为投资者提供增量信息,微信公众号的“粉丝”可能会对大批高频次无用信息的推送产生厌烦抵触情绪。因此,上市公司应严格规范微信公众号披露的信息内容,充分发挥自媒体信息披露在公司治理中的积极作用。

企业应通过微信公众号披露更多的硬信息,减少无用信息的推送,引导“粉丝”关注企业的价值信息,促使其把获取到的有用信息运用到投资决策上,从而在企业的发展中拥有更大的主动权。其次,因投资者的投资行为还会受到宏观信息的影响,那么企业在微信公众号推送内容上应尽可能地涵盖宏观信息和公司特质性信息,积极引导投资者的投资行为,为公司治理服务。

3. 优化微信公众号的信息披露路径。自媒体的传递路径有其特殊性,“粉丝”可以在任何时间、任何地点通过转载、评论、点赞等方式发表对微信公众号所披露内容的看法。鉴于此,企业应优化微信公众号信息披露的传递路径,在使信息获取者参与到微信公众号所披露信息内容的讨论的同时,也要对微信公众号关注者的评论加以正确指引。比如:企业应对关注者的疑惑及时进行解释;限制不理性的或负面的评论发表到留言区,避免负面信息的扩大化,减轻公司治理的难度。除此之外,上市公司还应防止利用“僵尸粉”“水军”等不正当方式提高微信公众号所披露信息内容的阅读量及其传播广度,应尽可能地了解信息获取者对企业的真实看法,并以此来改进微信公众号的信息披露内容,充分发挥微信公众号在信息披露上的积极作用,更好地完善公司治理。

主要参考文献:

[1] 吴中堂,刘建徽,唐振华. 微信公众号信息传播的影响因素研究[J]. 情报杂志,2015(4):121~126.
[2] Blankespoor E., et al.. The Role of Dissemination in Market Liquidity: Evidence from Firms' Use of Twitter [J]. Accounting Review, 2004(1): 79~

112.

[3] Fama E. F.. The Behavior of Stock Market Prices [J]. Journal of Business, 1965(1): 34~105.
[4] Fama E. F.. Efficient Capital Market: A Review of Theory and Empirical Work [J]. Journal of Business, 1970(2): 383~417.
[5] 陈奇斌. 尤金·法玛与有效市场理论[J]. 福建论坛(人文社会科学版), 2014(1): 39~41.
[6] Spence M.. Job Market Signalling [J]. Quarterly Journal of Economics, 1973(87): 355~374.
[7] Ross. The Economics of Information and the Disclosure Regulation Debate [J]. Issues in Financial Regulation, 1979(65): 364~381.
[8] Jensen M. C.. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers [J]. The American Economic Review, 1986(2): 323~329.
[9] 薛有志,吴超,周杰. 代理成本、信息不对称与IPO前媒体报道[J]. 管理科学, 2014(27): 80~90.
[10] Mizrach B., et al.. An Analysis of Trading Activity in a Public Internet Chat Room [J]. Journal of Economic Behavior and Organization, 2009(1~2): 266~281.
[11] 林振兴. 网络讨论、投资者情绪与IPO抑价[J]. 山西财经大学学报, 2011(2): 23~29.
[12] Hong H., et al.. Social Interaction and Stock-market Participation [J]. Journal of Finance, 2004(1): 137~163.
[13] 相德宝. 国际自媒体涉华舆论传者特征及影响力研究——以Twitter为例[J]. 新闻与传播研究, 2015(1): 58~70.
[14] 胡军,王甄. 微博、特质性信息披露与股价同步性[J]. 金融研究, 2015(11): 139~206.
[15] Porter C. E., Donthu N., MacElroy W. H.. How to Foster and Sustain Virtual Engagement in Communities [J]. California Management Review, 2011(4): 80~110.
[16] 黄成,杨建梅. 基于事件研究法的投资者价格趋势推断行为市场影响研究[J]. 科技管理研究, 2007(4): 237~239.

作者单位:1.天津财经大学会计学院,天津300222; 2.天津财经大学博士后流动站,天津300222; 3.天津财经大学研究生院,天津300222